Tweede Kamer der Staten-Generaal

2

Vergaderjaar 2015–2016

34 267

Initiatiefnota van de leden Nijboer en Groot over private equity: einde aan de excessen

Nr. 3

BRIEF VAN DE MINISTER EN STAATSSECRETARIS VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 21 december 2015

De vaste commissie voor Financiën heeft tijdens de procedurevergadering op 2 september 2015 verzocht om een kabinetsreactie op de initiatiefnota «Private equity: einde aan de excessen» van de leden Nijboer en Groot (Kamerstuk 34 267, nr. 2). Hierbij sturen wij u deze reactie.

Deze reactie is opgebouwd uit een aantal delen. Ten eerste wordt een algemene appreciatie gegeven van de rol van private equity in de Nederlandse economie, en de mogelijke risico's die daaraan zijn verbonden. Daarna volgt een appreciatie van de twaalf maatregelen die in de initiatiefnota worden voorgesteld om de gesignaleerde excessen te bestrijden. Tenslotte volgt een conclusie.

Rol van private equity in de Nederlandse economie

Belang van private equity

Het kabinet hecht grote waarde aan een financiële sector die integer is en dienstbaar aan de reële economie. Tot die financiële sector behoren ook private-equityinvesteerders. Zij vervullen een belangrijke rol als alternatieve bron voor financiering voor het Nederlandse bedrijfsleven, naast bancair krediet. Zoals het kabinet verschillende malen heeft aangegeven, heeft het Nederlandse bedrijfsleven behoefte aan een verbreding van de financieringsmogelijkheden en een toename van het aanbod van risicodragend vermogen. Tijdens de financiële crisis is gebleken dat een te sterke afhankelijkheid van bankfinanciering de economie kwetsbaar maakt. Private equity kan hierbij een rol spelen, vooral maar niet alleen voor ondernemingen die doorgaans moeilijker toegang hebben tot bankfinanciering. Zo is het voor startende ondernemingen die de ambitie hebben om snel te groeien dikwijls moeilijk bancair krediet te verkrijgen, onder andere omdat deze bedrijven doorgaans nog geen regelmatige

kst-34267-3
ISSN 0921 - 7371
's-Gravenhage 2015

cash flows hebben. *Venture capital* is een vorm van private equity die zich specifiek richt op het financieren van dit soort jonge, groeiende bedrijven. In 2014 hebben private-equityinvesteerders in totaal € 169 miljoen geïnvesteerd in 226 veelbelovende Nederlandse «start-ups». Daarnaast hebben zij € 353 miljoen groeikapitaal geïnvesteerd in 65 innovatieve Nederlandse bedrijven om een volgende stap in hun expansie te financieren, bijvoorbeeld voor het uitbreiden van de productiecapaciteit of van de internationale activiteiten.[1] Private-equityinvesteerders stellen ook kapitaal ter beschikking aan bedrijven die in zwaar weer verkeren. In combinatie met een plan van aanpak om dergelijke bedrijven weer gezond te maken, kunnen private-equityinvesteerders zo bijdragen aan de continuïteit van het bedrijf en aan behoud van werkgelegenheid. Tenslotte financiert private equity ook zogeheten «buy-outs», waarbij het management samen met een participatiemaatschappij een bedrijf(onderdeel) overneemt of afsplitst. Door kapitaal, kennis en netwerk beschikbaar te stellen kunnen gezonde bedrijven vooruit worden geholpen. In totaal investeerden participatiemaatschappijen in 2014 ruim € 3 miljard in Nederlandse bedrijven.[2]

Naast hun rol als verstrekkers van risicodragend vermogen is een vitale private-equitysector ook om een andere reden van belang. Voor Nederlandse pensioenfondsen vormen private-equityfondsen een alternatieve beleggingscategorie, naast aandelen en obligaties, die hen de mogelijkheid biedt hun beleggingen te diversificeren. Diversificatie stelt pensioenfondsen in staat hun beleggingsrisico te spreiden, zonder dat dit ten koste gaat van het rendement. Zo dragen private-equityinvesteringen bij aan het pensioen van miljoenen Nederlandse werknemers.

Kritiekpunten ten aanzien van private equity

Zoals ook in de initiatiefnota van de leden Nijboer en Groot wordt onderkend, kan private equity dus een waardevolle aanvulling vormen voor het Nederlandse financiële landschap. Tegelijkertijd klinkt er in de nota, en in de maatschappelijke discussie rond private equity, duidelijk ook een ander, kritisch geluid. Twee kritiekpunten ten aanzien van de handelingswijze van private-equityinvesteerders keren hierbij regelmatig terug. Ten eerste bestaan zorgen dat private-equityinvesteerders zich uitsluitend richten op het maximaliseren van hun eigen winst op de korte termijn, wat ten koste zou kunnen gaan van het lange-termijn belang van het bedrijf waarin zij investeren en de belangen van de overige stakeholders in het bedrijf. Ten tweede worden vraagtekens geplaatst bij de doorgaans hoge mate van financiering door middel van vreemd vermogen die private-equityinvesteerders betrekken bij bedrijfsovernames. De renteverplichtingen die hierdoor ontstaan, zouden het overgenomen bedrijf kwetsbaarder kunnen maken voor tegenslagen. De leden Nijboer en Groot stellen dat bovengenoemde kritiekpunten ertoe leiden dat de betrokkenheid van private-equityinvesteerders bij een bedrijfsovername dikwijls leidt tot nadelige gevolgen voor de continuïteit van overgenomen bedrijven, hun werknemers en de klanten, en de samenleving.

Een klein deel van de bedrijven waar private-equityfondsen in de afgelopen jaren in geïnvesteerd heeft, is in financiële moeilijkheden gekomen, of heeft harde saneringen doorgevoerd. Dat wil niet direct zeggen dat de betrokkenheid van een private-equitypartij heeft geleid tot het ontstaan van dergelijke moeilijke situaties. Dat dat beeld wel bestaat,

---

1 Nederlandse vereniging van participatiemaatschappijen, http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/

2 Idem.

kan voor een deel verklaard worden uit het feit dat enkele gespecialiseerde private-equityfondsen relatief vaak investeren in bedrijven die reeds in een moeilijke financiële situatie verkeren, omdat deze bedrijven doorgaans moeilijker toegang hebben tot bankfinanciering. Zie in dit verband de recente overname van diverse onderdelen van Imtech door private-equityfondsen. In dergelijke gevallen zijn pijnlijke maatregelen door het bestuur vaak noodzakelijk om een ommekeer te kunnen maken. Een private-equityinvesteerder zal hier op aansturen, maar ook zonder de betrokkenheid van een private-equitypartij hadden dergelijke bedrijven waarschijnlijk moeilijke keuzes moeten maken om te kunnen overleven.

Deze constatering doet niets af aan de plicht van private-equityinvesteerders om rekening te houden met de langeretermijnbelangen van de onderneming die zij overnemen, en hun stakeholders. In de media is melding gemaakt van een aantal incidenten waarin dat onvoldoende het geval was, bijvoorbeeld wanneer een private-equityinvesteerder dusdanig veel vreemd vermogen aantrok ter financiering van de overname van een bedrijf, of dusdanig hoge dividenden uitkeerde, dat de financiële soliditeit van het bedrijf in het geding kwam. Het is voor het kabinet belangrijk om zicht te hebben op de schaal van deze problematiek, om te beoordelen of deze incidenten zorgpunten reflecteren die om een respons vragen.

Literatuur over effecten van private equity

De internationale literatuur wijst over het algemeen uit dat private-equityinvesteringen gemiddeld genomen economische toegevoegde waarde creëren.[3] Er zijn aanwijzingen dat zij tot een klein negatief effect leiden op de werkgelegenheid bij overgenomen bedrijven.[4] Hierbij is het relevant te vermelden dat het merendeel van de literatuur over de gevolgen van private-equityinvesteringen zich richt op de situatie in de Verenigde Staten, en overwegend kijkt naar de effecten van overnames van grote beursgenoteerde bedrijven. Dergelijke transacties vertegenwoordigen niet het grootste aantal van de private-equityinvesteringen in Nederland: de meeste investeringen door private equity in ons land betreffen kleine tot middelgrote private bedrijven. Het is derhalve mogelijk dat de bevindingen in de literatuur niet geheel representatief zijn voor de situatie rond private equity in Nederland.

In 2007 heeft de Erasmus Universiteit op verzoek van de toenmalige Minister van Financiën onderzoek uitgevoerd naar de activiteiten en effecten van private-equityinvesteerders in Nederland.[5] Uit dit onderzoek bleek dat private-equityovernames in Nederland gemiddeld genomen een gematigd positief effect hadden op de winstgevendheid, productiviteit en innovatiekracht van overgenomen bedrijven. Het beeld van negatieve effecten voor werkgelegenheid, dat destijds ook bestond, werd niet gestaafd door het onderzoek. Wel signaleerde het onderzoek dat in een aantal gevallen, met name in perioden van hoogconjunctuur wanneer sprake was van «overnamegolven», een te sterke mate van financiering met vreemd vermogen is ontstaan. Dit heeft in enkele gevallen geleid tot

[3] Zie bijvoorbeeld Kaplan en Stromberg, Leveraged buyouts and private equity (2009).

[4] Onderzoek van het National Bureau of Economic Research in de VS laat een genuanceerd beeld zien (Davis et al., Private equity and employment, NBER (2011)). In eerste instantie daalt de werkgelegenheid bij een overgenomen bedrijf licht in vergelijking met een controlegroep van gelijksoortige ondernemingen. Dit wordt grotendeels gecompenseerd door het grotere aantal nieuwe banen dat vervolgens wordt gecreëerd. Twee jaar na de overname door private equity is de werkgelegenheid bij het overgenomen bedrijf netto gedaald met circa een procent van de totale werkgelegenheid.

[5] De Jong, Roosenboom, Verbeek en Verwijmeren, Hedgefondsen en Private Equity in Nederland (2007).

betalingsproblemen bij de overgenomen bedrijven, met negatieve gevolgen voor het bedrijf en diens stakeholders.

Recente maatregelen

Om excessieve schuldfinancieringen te ontmoedigen is de fiscale aftrekbaarheid van rente op bovenmatige schuldfinanciering bij overnames beperkt door invoering in 2012 van het vernieuwde artikel 15ad van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969 (Wet Vpb 1969). Het primaire doel van deze bepaling is om te voorkomen dat rente ter financiering van de overname, ten laste van de winst van de overgenomen vennootschap wordt gebracht. Zoals de leden Nijboer en Groot aangeven in de initiatiefnota, is deze bepaling effectief gebleken in die zin dat de mate van schuldfinanciering bij private-equityovernames in opvallende mate is afgenomen. De leden Nijboer en Groot signaleren niettemin dat deze wet op een aantal punten nog robuuster gemaakt zou kunnen worden. De suggesties die zij hiertoe in de initiatiefnota doen zijn naar het oordeel van het kabinet constructief, en zullen nader besproken worden in de specifieke appreciatie van de afzonderlijke maatregelen.

Sinds het verschijnen van het onderzoek van de Erasmus Universiteit is eveneens andere wet- en regelgeving ingevoerd en aangescherpt die raakt aan de activiteiten van private-equityfondsen. Onder meer gaat het hierbij om de implementatie van de AIFM-richtlijn, de Wet vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht (de zogeheten «flexwet besloten vennootschappen»), de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen, en de aangescherpte rapportageverplichtingen voor pensioenfondsen. Ook deze regelgeving komt in de appreciatie van de afzonderlijke maatregelen nader aan de orde.

Behoefte aan actuele informatie

Het onderzoek van de Erasmus Universiteit gaf geen aanwijzing dat de private-equitysector in Nederland gekenmerkt werd door «excessen» die leidden tot negatieve gevolgen voor de overgenomen bedrijven en hun stakeholders. Dit onderzoek is inmiddels echter enigszins verouderd. Om te kunnen toetsen of de conclusies uit dit onderzoek nog geldig zijn, is het kabinet voornemens opnieuw onderzoek te laten uitvoeren naar de effecten van private-equityinvesteerders in Nederland, en daarbij in kaart te brengen in hoeverre private-equityinvesteerders afwijken van andere investeerders.

Appreciatie van de twaalf voorstellen

1: Artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 kent een termijn van 7 jaren waarin steeds minder overnamerente in aftrek kan worden gebracht. Deze termijn is zeer eenvoudig te omzeilen door de overnamestructuur aan te passen. Dit moet gerepareerd worden.

2: Bankleningen die het overgenomen bedrijf zelf aantrekt in het kader van de overname, vallen niet onder artikel 15ad van de Wet Vbp 1969. Dit lokt herfinanciering van de overnamesom uit op het niveau van het overgenomen bedrijf, hetgeen tegen de bedoeling van de wetgeving indruist. Dergelijke herfinanciering moet tevens onder artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 vallen.

3: Artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 is op grond van het overgangsrecht niet van toepassing op overnames die hebben plaatsgevonden voor 15 november 2011. Van dit overgangsrecht kan bij een doorverkoop

worden geprofiteerd door de overnameholding met het bedrijf mee te verkopen. Dit dient tevens gerepareerd te worden.

4: Nederland dient aan te haken bij initiatieven van de OESO en de EU met betrekking tot groepsrente, maar daarbij tevens een regeling in stand te houden met betrekking tot excessieve externe financiering van overnames.

De initiatiefnemers betogen dat er enkele «gaten» zitten in de overnameholding-bepaling, die is opgenomen in artikel 15ad van de Wet Vpb 1969. Deze bepaling beoogt te voorkomen dat overnamerente van de winst van de overgenomen vennootschap wordt afgetrokken. Bij een overnameholdingconstructie neemt bijvoorbeeld een private-equitygroep (maar dit kan ook een multinational of een familiebedrijf zijn), een Nederlandse BV over via een Nederlandse overnameholding. Die overnameholding financiert de overname meestal door, naast de inbreng van eigen vermogen door de private-equitygroep, bankleningen aan te trekken en door aandeelhoudersleningen op te nemen. Vervolgens wordt een fiscale eenheid gevormd tussen de overnameholding en de overgenomen BV. De rente die de overnameholding betaalt kan in beginsel binnen de fiscale eenheid worden verrekend met de winst van de overgenomen BV. Daarmee zou de (fiscale) winst van de BV grotendeels uit de heffingsgrondslag verdwijnen. Artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 regelt dat de overnamerente in principe niet in aftrek kan komen, voor zover de overnameholding op «stand alone basis» niet genoeg eigen winst maakt om de overnamerente tegen af te zetten.

In reactie op het betoog van de initiatiefnemers geeft de Belastingdienst aan dat in een tot nu beperkt aantal gevallen door bedrijven wordt getracht de renteaftrekbeperking van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 te ontlopen. Dit gaat tegen de geest van de bepaling in. Het signaal van de initiatiefnemers op dit punt wordt dan ook onderschreven door het kabinet.

Alvorens wordt ingegaan op de specifieke, door de initiatiefnemers voorgestelde, aanpassingen, staat het kabinet eerst stil bij de vierde aanbeveling van de initiatiefnemers. Deze stelt dat het kabinet dient aan te haken bij initiatieven van de OESO en de EU met betrekking tot groepsrente. Het gaat dan met name om de uitkomsten en het vervolg op de resultaten van het BEPS-project van G20/OESO (*Base Erosion and Profit Shifting*), in het bijzonder op actiepunt 4 (renteaftrekbeperkingen). In het BEPS-project wordt als zogeheten *common approach* [6] een «earnings stripping-maatregel» met een groepescape voorgesteld.[7] Het kabinet werkt mee aan die initiatieven. Zoals aangegeven in de brief van 5 oktober jl.[8] wil het kabinet in multilateraal verband verder praten over, en stappen te zetten ten aanzien van, de generieke renteaftrekbeperking omdat zo een gelijk speelveld gewaarborgd is. Het kabinet sluit zich dan ook van harte aan bij de oproep van de initiatiefnemers.

Daarmee komt de vraag op of het kabinet op dit moment zou moeten komen tot een aanpassing van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969. Immers,

[6] In het kader van het OESO/G20 BEPS Project zijn er verschillende soorten «outputs» waarvan de belangrijkste zijn: «best practices», «common approaches» en minimumstandaarden.

[7] De hoofdregel is dat rente alleen aftrekbaar is voor zover de nettorente (dat wil zeggen de som van betaalde en ontvangen rente, zowel binnen de groep als aan/van derden) niet méér bedraagt dan een zeker percentage (tussen de 10% en 30%) van de EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Landen kunnen een uitzondering op deze regel maken in de vorm van een zogenoemde «groepsescape». In dat geval wordt dan gekeken naar de rentelasten van de multinationale onderneming als geheel.

[8] Kamerstuk 25 087, nr. 112

pas nadat duidelijk is of, en zo ja, op welke wijze sprake zal zijn van een generieke aftrekbeperking kan worden beoordeeld of daarnaast nog de noodzaak bestaat voor een bepaling die bijvoorbeeld specifiek excessieve externe financieringen van overnames tegengaat, zoals artikel 15ad van de Wet Vpb 1969. Vooral de groepsescape is hierbij een belangrijke factor. Als zou worden afgezien van een groepsescape, bestaat – naar de inschatting van het kabinet – de minste noodzaak voor een specifieke renteaftrekbeperking voor overnameholdingstructuren. Het kabinet is niettemin bereid om deze bepaling nu aan te passen, zoals door de initiatiefnemers wordt voorgesteld, omdat dit de Belastingdienst een beter instrumentarium geeft om de doelstellingen van de overnameholdingbepaling te bereiken. Daarnaast zal de Belastingdienst bezien of, en zo ja welke maatregelen eventueel nog meer zouden kunnen worden genomen om de oorspronkelijke bedoeling van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 te versterken. Hoewel er momenteel een beperkt aantal problematische gevallen is, zal een wetswijziging waarschijnlijk ook een preventief effect hebben. De Europese Commissie heeft in haar Werkprogramma voor 2016 aangekondigd met een voorstel te komen voor de implementatie van de BEPS-uitkomsten binnen de Europese Unie.[9] Waarschijnlijk zal de Europese Commissie begin 2016 een richtlijnvoorstel hiervoor presenteren. Het kabinet wil als voorwaarde aantekenen dat het nut en noodzaak van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 bij een latere implementatie van de BEPS-uitkomsten nog steeds ten principale wil bezien. Op deze manier wordt het beste gewaarborgd dat de nationale wet aansluit bij eventuele Europese wetgeving.

In de eerste plaats is het kabinet bereid te bezien of de termijn van zeven jaar, die geldt voor een gezonde financiering, nader verduidelijkt kan worden. Van een gezonde financiering is sprake indien de overnameschuld in het jaar van de overname niet meer bedraagt dan 60% van de overnameprijs. In de daarop volgende zeven jaren neemt dit percentage af met 5%-punt per jaar naar 25%. Met een nadere verduidelijking wordt voorkomen dat de overgenomen BV onder een nieuwe overnameholding wordt gehangen waardoor de termijn van zeven jaar opnieuw aanvangt.

In de tweede plaats is het kabinet bereid de overnameholdingbepaling nader te verduidelijken voor het geval een overnameschuld door middel van een zogeheten «debt-pushdown» naar het niveau van de overgenomen vennootschap verplaatst wordt.

Tot slot heeft de Belastingdienst geconstateerd dat oude financieringen, op grond van het overgangsrecht, mee blijven lopen dan wel worden geherfinancierd, waardoor de overnameholdingbepaling niet wordt toegepast. Het kabinet is derhalve eveneens bereid de reikwijdte van het overgangsrecht te bezien.
De hierboven genoemde aanpassingen van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 zijn technisch complex en vergen daardoor tijd. Het kabinet is dan ook van mening dat de wijzigingen op z'n vroegst als onderdeel van het pakket Belastingplan 2017 op Prinsjesdag 2016 kunnen worden ingediend. De voorgestelde aanpassingen zullen wel door middel van een internetconsultatie in het voorjaar van 2016 voor openbare consultatie worden aangeboden.

[9] Document COM(2015) 610 final.

5: Bedrijven die door private equity zijn overgenomen mogen niet met hun eigen bezittingen garant staan voor de overnameschuld

6: Bedrijven die door private equity zijn overgenomen mogen niet geld lenen aan de aandeelhouder als daarmee de overnameschuld wordt afgelost

De initiatiefnemers bevelen aan maatregelen te nemen om te zorgen dat de overgenomen onderneming intact blijft als een private-equityfonds zijn bankschuld niet kan betalen. Daartoe zou het overgenomen bedrijf niet meer met haar bezittingen (machines, vorderingen, voorraden) garant mogen staan voor de schuld van zijn aandeelhouders. Daarnaast zouden bedrijven die door private-equityfondsen zijn overgenomen geen geld mogen lenen aan de aandeelhouder, als daarmee de overnameschuld wordt afgelost. De initiatiefnemer stelt daarom voor om het voormalige artikel 2:207c BW in aangepaste vorm te herintroduceren om de doelen uit aanbevelingen 5 en 6 te bereiken.

Artikel 2:207c BW is afgeschaft bij de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht op 1 oktober 2012. Het oude artikel verbood besloten vennootschappen (BV's) om financiële ondersteuning te geven aan een derde voor de verwerving van aandelen in de eigen vennootschap. De vennootschap mocht geen lening verschaffen die groter was dan de vrij uitkeerbare reserves om de aankoop van eigen aandelen mogelijk te maken en deze mogelijkheid moest uitdrukkelijk in de statuten zijn opgenomen. Daarnaast mocht een BV geen zekerheid of een koersgarantie geven, noch zich op andere wijze sterk maken voor de aankoop van eigen aandelen. Het verbod gold ook voor haar dochtermaatschappijen.

Bij het afschaffen van artikel 2:207c BW hebben twee overwegingen een rol gespeeld. De eerste overweging was dat het verbod om financiële ondersteuning aan een derde te verlenen voor de verwerving van aandelen in de eigen vennootschap in de praktijk voor veel onduidelijkheid zorgde. Ten tweede werd een specifieke wettelijke regeling voor steuntransacties niet noodzakelijk geacht voor de bescherming van crediteuren of aandeelhouders. De gedachte was dat financiële ondersteuning aan een derde bij verwerving van aandelen in de eigen vennootschap beter gesanctioneerd kon worden door de algemene regels voor bestuurshandelen, zoals de regels voor behoorlijke taakvervulling door bestuurders (artikel 2:9 BW), en de bepalingen over tegenstrijdig belang (artikel 2:129 en 2:239 BW).

Daarnaast is artikel 2:216 BW geïntroduceerd, dat regelt dat bestuurders aansprakelijk zijn indien de vennootschap door uitkering aan aandeelhouders niet in staat is aan haar verplichtingen te voldoen. Dit betekent dat het thans aan het bestuur is om te beoordelen of dergelijke handelingen in het belang zijn van de vennootschap, en wat de gevolgen zijn voor de financiële positie voor de vennootschap. Evenzeer als bij andere transacties die door het bestuur namens de vennootschap worden aangegaan, geldt hierbij de sanctie van aansprakelijkheid indien de vereiste zorgvuldigheid niet in acht wordt genomen.

Voorts is op 22 juli 2013 een wijziging van de Wet op het financieel toezicht (Wft) in werking getreden, waarmee de AIFM (Alternative Investment Fund Managers) -richtlijn in de Nederlandse regelgeving is geïmplementeerd. Deze richtlijn richt zich op de regulering van beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, waaronder private-equityfondsen, en plaatst hen onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De richtlijn bevat een groot aantal eisen en regels ten

aanzien van onder andere de geschiktheid en betrouwbaarheid van bestuurders, het voorkomen van belangenconflicten, het voeren van een passend beloningsbeleid, en diverse transparantieverplichtingen. De AIFM-richtlijn vereist dat private-equityfondsen regelmatig rapporteren aan de toezichthouder. Indien de AFM een overtreding constateert (na onderzoek op eigen initiatief, of naar aanleiding van een melding door een derde partij), kunnen sancties worden opgelegd. In het uiterste geval kan de toezichthouder besluiten de vergunning van een beheerder van een private-equityfonds in te trekken.

Artikel 4:37v van de Wft, dat voortkomt uit de implementatie van de AIFM, is gericht op het voorkomen van «asset stripping», zoals ook beoogd met aanbeveling 5 en 6 van de initiatiefnemer. Dit artikel verplicht de beheerder van een private-equityfonds zich in de eerste twee jaar nadat deze een controlerend belang in de onderneming heeft verkregen, te onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van bepaalde handelingen die tot een te aanzienlijke daling van het vermogen van de onderneming kunnen leiden. Dit is gericht op het tegengegaan van handelingen die leiden tot overmatige uitkeringen, kapitaalvermindering, terugbetaling van aandelen of verwerving (verkrijging) van eigen aandelen.

Derhalve is het kabinet van mening dat de doelen die de initiatiefnemers nastreven, reeds in de huidige regelgeving geborgd zijn. In 2017 zal de AIFM-richtlijn worden geëvalueerd.

7: De positie van de OR bij overnames moet worden versterkt zodat de OR meer inzicht krijgt in de financiering van de transactie en kan controleren of de inhoud van het overnameadvies van de OR in de plannen wordt meegenomen;

8: De OR moet zelfstandig informatie kunnen inwinnen bij de accountant;

De Ondernemingsraad (OR) heeft in Nederland een sterke positie. De OR heeft een wettelijk adviesrecht bij besluiten over een potentiële overname, het aantrekken van kredieten, het verstrekken van zekerheden, en over belangrijke inkrimping of andere wijzigingen van de werkzaamheden van de onderneming. De OR moet in dergelijke gevallen ook tijdig betrokken worden, zodat het advies er nog toe doet. Indien een bestuurder van een onderneming het advies van de OR niet volgt, dient hij een maand als afkoelingsperiode in te lassen, alvorens hij het voorgenomen besluit alsnog kan doorzetten. Wanneer het advies van de OR in relatie tot een overname niet wordt gevolgd, kan de OR naar de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam stappen.

De OR heeft niet het recht zelfstandig informatie in te winnen bij de accountant die de jaarrekening van de onderneming controleert. De reden hiervoor is dat de accountant bij wet alleen informatie mag verstrekken aan zijn opdrachtgever. Dit kan zijn de algemene vergadering van aandeelhouders, de Raad van Commissarissen, de Raad van Toezicht, de Raad van Bestuur of het bestuur. De OR heeft wel het recht om informatie over de financieringsstructuur van een onderneming op te vragen, en om een externe adviseur of accountant in te schakelen om deze informatie te beoordelen. Tijdens het halfjaarlijkse overleg tussen de bestuurder van de onderneming en de OR over de algemene gang van zaken, wordt de bestuurder volgens de wet vergezeld door een lid van de Raad van Commissarissen/Raad van Toezicht. In dit halfjaarlijkse overleg kunnen mogelijk afspraken gemaakt worden over verdergaand en/of frequenter inzicht in financiële zaken voor de OR.

Ten aanzien van het versterken van de positie van de OR bij overnames is het kabinet van mening dat de OR reeds veel mogelijkheden heeft om inzicht te krijgen in en invloed uit te oefenen bij een bedrijfsovername. Het kabinet ziet echter ook dat de OR niet altijd in staat is effectief op te treden. Dit kan enerzijds het gevolg zijn van het onderbenutten van de mogelijkheden die de OR heeft, of van het niet respecteren van de rechten van OR. Anderzijds kan het kabinet zich voorstellen dat dit in bepaalde omstandigheden het gevolg is van een gebrek aan wettelijke mogelijkheden, zodat de versterking van de positie van de OR bij overnames onder specifieke omstandigheden, of bij bepaalde financierings-constructies, nodig is. Of en wanneer dit aan de orde is, en of en in welke vorm dit het meest adequaat geregeld zou kunnen worden, wil het kabinet nader onderzoeken.

Ten aanzien het zelfstandig inwinnen van informatie bij de accountant kan het kabinet zich voorstellen dat in bepaalde omstandigheden de OR effectiever op kan treden door de OR de bevoegdheid te geven zelfstandig informatie in te winnen bij de accountant. Ook hiervoor geldt dat het kabinet nader wil onderzoeken of en wanneer dit aan de orde is, of dit geregeld zou kunnen worden en zo ja, in welke vorm dit het meest adequaat kan.

9: De Tweede Kamer moet het kabinet om een visie vragen over de effectiviteit van bestaande bestuurdersaansprakelijkheidsbepalingen, inclusief eventuele claw-backbepalingen. Daarnaast kan worden bezien of de kring van personen die gebruik kunnen maken van het enquêterecht groot genoeg is om afdoende de belangen van werknemers en de samenleving te beschermen.

De leden Nijboer en Groot betogen dat bestuurders van ondernemingen die zijn benoemd door private-equityfondsen voornamelijk de belangen van aandeelhouders dienen. Daarom stellen zij voor het kabinet om een visie te vragen over de effectiviteit van bestaande bestuurdersaansprakelijkheids-bepalingen, inclusief eventuele claw-backbepalingen. Zij suggereren dat eveneens kan worden onderzocht of ook materiële uitkeringen onder de uitkeringstest van art.2:216 BW moeten vallen. Dit kunnen bijvoorbeeld advieskosten zijn, die door het private-equityfonds aan de onderneming in rekening worden gebracht.

In 2009 heeft het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) onderzoek verricht naar de vraag of het destijds bestaande kader van bestuurdersaansprakelijkheid afdoende was. Daaruit kwam naar voren dat er voldoende mogelijkheden waren voor rechtspersonen om op te treden tegen onbehoorlijke taakvervulling (Kamerstuk 31 386, nr. 19).

De regeling voor bestuurdersaansprakelijkheid in artikel 2:9 BW is sinds de inwerkingtreding van de Wet bestuur en toezicht op 1 januari 2013 aangepast. Bij deze wetswijziging is ook de tegenstrijdigbelangregeling aangepast naar aanleiding van de ontwikkelingen in de jurisprudentie. De Wet bestuur en toezicht zal in 2016 worden geëvalueerd. Bij de evaluatie zal ook de effectiviteit van de tegenstrijdigbelangregeling worden bezien.

Voor het enquêterecht geldt dat uitvoerig is gediscussieerd over de kring van personen die bevoegd is tot het verzoeken van een enquête. Dat heeft geresulteerd in een nieuwe wet die eveneens op 1 januari 2013 in werking is getreden (Stb. 2012, 305). Gezien het recente moment van inwerkingtreding ziet het kabinet op dit moment geen aanleiding deze discussies te heropenen.

Voorts is op 1 januari 2014 de Wet aanpassing en terugvordering bonussen in werking getreden (Stb. 2013, 563). Eerder is aan uw Kamer toegezegd dat onderzocht zal worden welke mogelijkheden er zijn om te zorgen dat een variabele beloning in een specifiek geval kan worden teruggevorderd, ook wanneer er andere omstandigheden zijn dan de omstandigheden genoemd in de Wet aanpassing en terugvordering bonussen. Bij het onderzoek zal ook naar de ruimere claw-back bepaling uit de Wet op het financieel toezicht worden gekeken. Wellicht dat de uitkomsten van dit onderzoek ook aanknopingspunten opleveren voor toepassing van *claw-backbepalingen* bij private equity. Naar verwachting zal het onderzoek in het eerste kwartaal van 2016 afgerond worden.

10: De evaluatie van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen moet worden aangegrepen om de fiscale regels omtrent excessieve beloningen te moderniseren;

De indruk bij de initiatiefnemers is dat de huidige wetgeving niet afdoende is. Op dit moment wordt de regeling geëvalueerd. Het kabinet stelt voor het resultaat van de evaluatie af te wachten. De evaluatie zal zo spoedig mogelijk naar de Tweede Kamer worden verstuurd.

11: Pensioenfondsen dienen jaarlijks openheid te geven over de kosten en kostenstructuren behorende bij private equity investeringen.

Het kabinet onderschrijft de oproep om openheid van de initiatiefnemers. In de Pensioenwet is sinds 2014 verankerd dat pensioenfondsen in hun jaarverslag de kosten van pensioenbeheer, vermogensbeheer en transactiekosten moeten presenteren. Pensioenfondsen zijn bovendien verplicht dit kostenoverzicht op de website te publiceren, zodat ook deelnemers direct inzicht hebben in de kosten die hun pensioenfonds maakt. Nederlandse pensioenfondsen lopen internationaal vergeleken voorop wat betreft de openheid over de kosten(structuren) van vermogensbeheer.

In de Pensioenwet is tevens vastgelegd dat pensioenfondsen verdergaande openheid moeten geven aan interne en externe toezichthouders over kosten en kostenstructuren behorende bij private-equityinvesteringen, voor zover dat nodig is voor de uitoefening van het toezicht op pensioenfondsen. Op grond van artikel 104, negende lid, van de Pensioenwet dient het pensioenfonds aan de interne toezichthouders, zijnde de raad van toezicht of de visitatiecommissie, tijdig alle gegevens te verstrekken, die deze voor vervulling van zijn taak nodig heeft. Ook de contracten die het pensioenfonds heeft gesloten met private-equityfondsen kunnen ingezien worden.

De externe toezichthouder, De Nederlandsche Bank (DNB), heeft eveneens inzicht in deze contracten. Daarnaast vereist DNB op basis van het Financieel Toetsingskader dat in de jaarstaten van pensioenfondsen een uitsplitsing wordt gemaakt naar beleggingscategorie van algemene kosten, prestatieafhankelijke vergoedingen en transactiekosten en een kostendoorkijk van de onderliggende vermogensbeheerlagen.

Aangezien deze regels niet met terugwerkende kracht zijn opgelegd, en contracten met private-equityfondsen soms een looptijd van tien tot twaalf jaar hebben, hebben pensioenfondsen op dit moment niet in alle gevallen volledig inzicht in de kosten van investeringen in private-equityfondsen. Op het moment dat oude contracten aflopen en eventueel worden vervangen door nieuwe contracten, zal deze duidelijkheid wel worden vereist.

Nederlandse pensioenfondsen geven dus vergaande openheid over de kosten(structuren) van vermogensbeheer aan toezichthouders.

12: Private equity fondsen moeten volgens standard reporting lines rapporteren, zodat fondsen beter inzicht geven in de kosten die ze maken en doorrekenen aan beleggers, als ook de eventuele inkomsten die ze ontvangen en in mindering gebracht moeten worden op de management fee.

Het kabinet leest aanbeveling 12 als een oproep aan de private-equitysector zelf. Het kabinet ondersteunt deze oproep. Door te rapporteren volgens *standard reporting lines* kunnen private-equityfondsen meer inzicht geven in de kosten die zij doorrekenen aan beleggers, en in de inkomsten die zij zelf ontvangen.

Conclusie

Het kabinet dankt de leden Nijboer en Groot voor hun initiatiefnota. Het kabinet deelt het doel van de initiatiefnemers: een private equity sector die een bijdrage levert aan de Nederlandse economie en in zijn handelen rekening houdt met andere stakeholders. Daarbij wijst het kabinet ook op de toegevoegde waarde die private equity kan leveren in de vorm van risicodragend kapitaal voor Nederlandse bedrijven.

De initiatiefnemers wijzen in hun nota op «excessen» in de sector. Het kabinet heeft niet de indruk dat de hele sector door «excessen» wordt gekenmerkt, maar wenst wel meer inzicht te krijgen in situatie rond private equity investeringen in Nederland. Om die reden zal het kabinet hier een onafhankelijk onderzoek naar laten uitvoeren, zoals dat eerder in 2007 werd uitgevoerd.

Met betrekking tot de concrete voorstellen van de initiatiefnemers zijn een aantal categorieën te onderscheiden. Voor sommige voorstellen, zoals het voorkomen van leningen van de overgenomen partij aan het private-equityfonds, deelt het kabinet het doel, maar is het van mening dat bestaande regelgeving volstaat om deze doelen te bereiken. Ten aanzien van de voorstellen rondom versterking van de positie van de OR, ziet het kabinet dat de OR niet altijd in staat is effectief op te treden. Het kabinet zal daarom nader onderzoeken of en wanneer dit het geval is, en hoe dit aangepast zou kunnen worden. Tot slot neemt het kabinet een aantal van de concrete voorstellen van de initiatiefnemers ter hand. De voorstellen op het terrein van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 kunnen bijvoorbeeld bijdragen aan de versterking van de oorspronkelijke bedoeling en op die manier behulpzaam zijn bij het robuuster maken van deze bepaling. Voorts kan er van een aanscherping een preventief effect worden verwacht. Het kabinet is derhalve voornemens om artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 in het kader van het Belastingplan 2017 aan te passen waardoor de aftrek, conform de voorstellen van de initiatiefnemers, in meer gevallen begrensd wordt.

De Minister van Financiën,
J.R.V.A. Dijsselbloem

De Staatssecretaris van Financiën,
E.D. Wiebes